



FACULDADE NACIONAL DE DIREITO



UFRJ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE DE DIREITO

IZABELLA ANDRADE DE ARAUJO

ICVM 586: UM ESTUDO SOBRE O FUTURO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
BRASIL

Rio de Janeiro  
2020.1

IZABELLA ANDRADE DE ARAUJO

ICVM 586: UM ESTUDO SOBRE O FUTURO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
BRASIL

Monografia de final de curso, elaborado no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a. Orientação do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

Rio de Janeiro  
2020.1

## CIP - Catalogação na Publicação

AA663i      Araujo, Izabella Andrade de  
              ICVM 586: UM ESTUDO SOBRE O FUTURO DA GOVERNANÇA  
CORPORATIVA NO BRASIL / Izabella Andrade de Araujo.  
-- Rio de Janeiro, 2020.  
              36 f.

              Orientador: Enzo Baiocchi.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2020.

              1. Governança Corporativa. 2. Mercado de  
Capitais. 3. CVM. 4. Investidores. I. Baiocchi,  
Enzo, orient. II. Título.

IZABELLA ANDRADE DE ARAUJO

ICVM 586: UM ESTUDO SOBRE O FUTURO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
BRASIL

Monografia de final de curso, elaborado no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a. Orientação do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

Data da Aprovação: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_.

Banca Examinadora:

---

Orientador

---

Membro da Banca

---

Membro da Banca

Dedico este trabalho à minha mãe que sempre esteve ao meu lado me incentivando e sendo meu porto seguro para todos os momentos de dificuldade.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao meu orientador e meus amigos por me ajudarem a desenvolver este trabalho.

## RESUMO

A governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. Isto é, consiste em todo o sistema de harmonização da sociedade, inclusas as relações internas entre seus membros e para com seus investidores. As boas práticas de governança corporativa, vem se ampliando progressivamente no Brasil. A expedição, por parte da CVM, de uma instrução normativa tratando do tema, sem dúvida é um marco para a questão em solo nacional. A dinâmica do mercado financeiro brasileiro, bem como as relações com investidores estrangeiros, podem mudar para sempre diante da manifestação de um órgão com esse porte de competência, pela fiscalização da aplicação das práticas de governança corporativa. Inibir práticas viciosas e que não estão de acordo com os interesses da empresa, ao mesmo tempo estimular a lucratividade e sustentabilidade, são apenas alguns dos benefícios que o estudo desse tema trará ao ordenamento jurídico e ao mercado brasileiro.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Mercado de Capitais; CVM; Investidores.

## **ABSTRACT**

Corporate governance is the system by which companies and other organizations are managed, monitored and encouraged, involving the relationships between partners, board of directors, executive officers, supervisory and control boards and other interested parties. It consists on the entire harmonization system of society, including internal relations between its members and with its investors. Good corporate governance practices have been progressively expanding in Brazil. The issuance, by the CVM, of a normative instruction dealing with the subject, is undoubtedly a milestone for the issue on national soil. The dynamics of the Brazilian financial market, as well as relations with foreign investors, may change forever in the face of the manifestation of a agency with this level of competence, due to the inspection of the application of corporate governance practices. Inhibiting vicious practices that are not in line with the company's interests, while stimulating profitability and sustainability, are just some of the benefits that the study of this topic will bring to the legal system and to the Brazilian capital market.

**Keywords:** Corporate governance; Capital market; CVM; Investors.



## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 —	Porcentagem de práticas adotadas . . . . .	24
Gráfico 2 —	Porcentagem de práticas adotadas, por capítulo do CBGC . . . . .	25
Tabela 1 —	As 10 práticas mais adotadas . . . . .	26
Tabela 2 —	As 10 práticas menos adotadas . . . . .	27
Esquema 1 —	Medidas que poderão ser adotadas com base em reflexões sobre os resultados da pesquisa: USO DO INFORME SOBRE O CÓDIGO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – COMPANHIAS ABERTAS (2020) produzida pelo Grupo de Trabalho da EY. . . . .	29

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CBCG	Código Brasileiro de Governança Corporativa
CVM	Comissão de Valore Mobiliários
IBCG	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPO	Initial Public Offering
OPA	Oferta Pública de Ações
SOX	Lei Sarbanes Oxley
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
SEC	Securities Exchange Commission
ADR	American Depositary Receipts
LSA	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedade por Ações.
ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>A IMPLEMENTAÇÃO HISTÓRICA E INTERNACIONAL DA GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>	<b>13</b>
2.1	Perspectivas Contratualista e Institucionalista perante a Função Social da Empresa . . .	13
2.2	Europa . . . . .	15
2.3	Estados Unidos . . . . .	15
<b>3</b>	<b>O DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL</b>	<b>17</b>
3.1	A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) . . . . .	18
3.2	Bolsa, Brasil Balcão (B3) . . . . .	19
3.3	O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) . . . . .	20
3.4	As consequências para o cenário nacional . . . . .	21
<b>4</b>	<b>A INSTRUÇÃO CVM Nº 586 E O INFORME DE GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>	<b>23</b>
4.1	Pratique ou Explique . . . . .	23
4.2	Ano base (2018) e seus resultados . . . . .	23
<b>5</b>	<b>CRÍTICAS E SUGESTÕES PARA O APRIMORAMENTO DA ABORDAGEM DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL</b>	<b>28</b>
5.1	Sugestões ao Informe de Governança Corporativa . . . . .	28
5.2	Perspectivas para o Mercado Financeiro Brasileiro . . . . .	30
<b>6</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>32</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>33</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determinou que, por meio da Instrução CVM nº 586 de 8 de junho de 2017, as Companhias Abertas de Categoria A tem o dever de divulgar anualmente - em até 7 meses do encerramento de cada exercício social - as informações acerca de suas práticas de governança corporativa, de acordo com o Código Brasileiro de Governança Corporativa (CBCG).

Na divulgação, as companhias deverão observar o formato “Pratique ou Explique”, nos termos do Anexo 29-A da Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, conforme alterada. A companhia deve indicar as ações que de fato pratica ou as medidas que está tomando para sua adoção, caso aplicável. De acordo com o CBCG, ao se explicar, a empresa deve considerar, dentre outros aspectos, a inaplicabilidade e a real utilidade de cada regra.

A prática de governança corporativa, já bem difundida em outros países, ficou mais latente no Brasil a partir do ano de 2016, após escândalos de corrupção no país. Além do conceito no papel, as boas práticas de governança corporativa têm se mostrado um grande atrativo para investidores, que estariam dispostos a pagar mais por ações de Companhias que sigam essas práticas, segundo Donella (2019).

Segundo Garcia (2005), a governança corporativa pode ser conceituada como o conjunto de normas, leis, regulamentos, públicos e privados, que organizam, direcionam e comandam as relações de uma empresa, isto é, de seus controladores e administradores com aqueles que investem nessa respectiva empresa, por meio da compra e venda de valores mobiliários.

De uma perspectiva mais específica, a governança corporativa pode ser entendida como "a regulamentação da estrutura administrativa da sociedade anônima por meio do estabelecimento de direitos e deveres dos vários acionistas e da dinâmica e organização dos poderes", de acordo com Garcia (2005). Por sua vez, ele define, principalmente, que a governança deve ser considerada "o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)", sendo esse sistema uma marco de proteção aos acionistas minoritários aos abusos dos controladores.

Para Mazalli e Ercolin (2018) é nítido que a governança visa gerar valor através de um sistema de gestão ético gerando um ambiente de investimento seguro tanto para seus investidores quanto para os *stakeholders*, isto é, partes para além dos acionistas e administradores das companhias que acabam por ser afetadas indiretamente pela gestão direta.

A primeira divulgação obrigatória do formulário foi em 2018 e apesar de não existirem sanções e/ou penalidades à não apresentação desse, a CVM acredita que essa prática ajudará a gerar uma auto avaliação e reflexão pelas companhias sobre suas práticas, além de informar aos investidores o nível de governança corporativa atendido, aumentando a transparência e responsabilidade das empresas.

O problema desse tema será abordado em relação à atual repercussão dele no mercado, sendo o Informe de Governança Corporativa, publicado pela ICVM 589, usado como base para averiguar a saúde organizacional da companhia e os riscos que seus investidores estão dispostos a arcar antes de pular do barco.

Dito isso, destaca-se necessária atenção no preenchimento deste formulário, pois as informações apresentadas poderão ser futuros alvos de fiscalizações e/ou possíveis esclarecimentos à CVM. Estar na mira de uma instituição desse porte, é exatamente o que as companhias pretendem evitar, gerando assim uma necessidade de orientação no preenchimento do Informe e efetiva aplicação do que estiver se comprometendo.

Por fim, o grande fato gerador deste instituto é a necessidade de inibir práticas viciosas e que não estão de acordo com os interesses da empresa e do mercado que ela se destaca. Assim, a adoção das práticas, bem como a imposição de uma fiscalização poderia se tornar a grande chave para a estabilidade do mercado financeiro.

## 2 A IMPLEMENTAÇÃO HISTÓRICA E INTERNACIONAL DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com Morck (2005), a origem dos debates sobre governança corporativa está intrinsecamente ligada neste contexto à estrutura de propriedade dispersa de grandes empresas e da dificuldade, nesses casos, de garantir o alinhamento entre os interesses das empresas e os rumos da gestão. Apesar da matéria ter tido uma repercussão mais recente, trata-se de uma preocupação bastante antiga que já era objeto de reflexões no século XVII, época das grandes navegações protagonizadas pelas companhias de comerciantes estruturadas em ações, segundo Paul Frentrop (2002).

### 2.1 Perspectivas Contratualista e Institucionalista perante a Função Social da Empresa

Antes de analisarmos como a implementação desse sistema se deu pelo mundo, é preciso entender o contexto de inserção e principalmente o como as perspectivas Contratualista e Institucionalista interferiram para a evolução dos modelos desenvolvidos de códigos de governança corporativa diante da dinâmica da função social da empresa.

A função social da empresa é um princípio basilar do direito comercial, que é diretamente mencionado pelos artigos 116, parágrafo único e 154, *caput* da LSA, como obrigação de promoção pelos acionistas controladores e pelo administrador da companhia. Nota-se:

"Art. 116 - (...)

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

(...)

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa."

Para Frazão (2018), "a função social da empresa contém também uma essencial função sistematizadora do ordenamento jurídico, sendo adensada por intermédio de normas jurídicas que têm por objetivo compatibilizar os diversos interesses envolvidos na atividade econômica ao mesmo tempo em que se busca a preservação da empresa e da atividade lucrativa que assim a qualifica."

A partir deste entendimento, conseguimos analisar as perspectivas que norteiam a formação dos principais códigos de governança corporativa. A primeira perspectiva, sendo mais comumente aplicada no Estados Unidos e no Reino Unido, é a ótica contratualista ou

ótica dos *shareholders*, que considera apenas as relações da companhia com os detentores diretos de participação, como sócios, acionistas, cotistas e seus gestores. Para essa ótica, a atividade e tomada de decisão da empresa interessaria apenas aqueles que efetivamente participam dela, não devendo seus gestores dar satisfações de sua tomada de decisão àqueles que não são afetado diretamente por elas. O enfoque dos modelos de governança aqui, é a proteção direta dos acionistas contra aqueles que gerem a empresa.

Por sua vez, a perspectiva institucionalista ou ótica do *stakeholder*, considera além das relações diretas da companhia com seus detentores ações e gestores, como também o impacto gerado para seus consumidores, fornecedores, a comunidade que se situa e o próprio Estado. Nessa ótica, cabe aos gestores prestarem contas a uma ampla gama de interessados, respeitando a dinâmica do mercado e o princípio da transparência a todos os interessados.

Intrinsecamente relacionado a função social da empresa, o interesse social “é o parâmetro que conforma os fins e os meios pelos quais tal atividade deve ser exercida, diante dos valores ou objetivos maiores que justificam a existência da própria sociedade”<sup>1</sup>. Com o advento da perspectiva institucionalista, que claramente possui influência na teoria da função social da empresa, podemos entender que os objetivos maiores que justificam a existência da empresa incluiriam também os beneficiários indiretos da sustentabilidade daquela companhia.

Autores como Jensen (2001) criticam a efetiva aplicação de um modelo institucionalista de gestão em empresas capitalistas, sob a justificativa de que esse modelo se ajustaria melhor em um sistema socialista de governo:

"[...] conceder o controle a qualquer outro grupo que não aos acionistas seria o equivalente a permitir que este grupo jogasse poker com o dinheiro dos outros, criando ineficiências que levariam à possibilidade de fracasso da corporação. A negação implícita desta proposição é a falácia que se esconde por trás da chamada teoria dos stakeholders."

Para Mazalli e Ercoli (2018), a crítica de Jensen só seria cabível se dentre o grupo de *shareholders*, não estivessem incluídos também os *stakeholders*, o que não é o caso. A visão mais ampla então faz sentido, pois "nos propõe uma governança que busque atender ao interesse de todas as partes interessadas com o maior equilíbrio possível". A geração de lucro não é mais a única perspectiva, ela passa a ser atrelada a geração de valor agregado através do exercício ético de gestão.

---

<sup>1</sup> FRAZÃO, Ana. Regime societário das empresas públicas e sociedades de economia mista. Estatuto jurídico das empresas estatais: Lei 13.303, de 30.06.2016, no prelo.

## 2.2 Europa

Nos anos 1990, após uma série de escândalos na administração de companhias britânicas, a Bolsa de Valores de Londres decidiu por instalar o Comitê Cadbury com o objetivo de revisar as práticas contábeis e as finanças ligadas à governança corporativa das companhias do mercado. Até então, as companhias eram administradas por um conselho de administração formado por membros que também pertenciam ao conselho de administração de outras empresas – o que para nós hoje pode ser evidente o conflito de interesses presente – sendo comum na época a prática do intercâmbio de favores, preterindo os interesses pessoais dos membros a saúde da empresa e do mercado. Para Lodi (2000), naquela época “imperava uma rede de velhos companheiros, uma espécie de *old boys network*”

Em 1992, foi publicado por esse Comitê o Relatório Cadbury (Reporto f the Committee on the Finacial Aspects of Corporate Governance), considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa.

Segundo a CVM, no mesmo ano, foi publicado o primeiro código de governança elaborado por uma companhia, pela General Motors (GM) nos Estados Unidos. A tendência se alastrou pelo mundo, sem verificada pouco depois nos resultados de uma pesquisa realizada por um Fundo de Pensão denominado Calpers (California Public Employees Retirement System) nos Estados Unidos, que constatou que mais de 50% das 300 maiores companhias dos Estados Unidos, já possuíam seus manuais de recomendações de governança corporativa<sup>2</sup>.

Para Rossoni (2009) “relatório marcou o fim da experimentação acerca dos códigos de governança e estabeleceu os fundamentos para uma efetiva regulação da governança corporativa”. A partir dele, os investidores passaram a ter um maior protagonismo nas decisões das companhias e o que fortaleceu o poder de fiscalização deles e garantiu uma voz aos minoritários frente aos controladores.

## 2.3 Estados Unidos

Foi também a partir de escândalos corporativos e fraudes contábeis envolvendo empresas norte-americanas como a Enron, a WorldCom, Arthur Andersen e a Tyco, que desencadearam nos Estados Unidos discussões sobre a divulgação de demonstrações financeiras e o papel das empresas de auditoria<sup>3</sup>. O tema teve repercussão no congresso americano que aprovou a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), com importantes definições sobre

2 COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. O mercado de valores mobiliários brasileiro. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p.161.

3 COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. O mercado de valores mobiliários brasileiro. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. p.162.



práticas de governança corporativa.

Segundo Mazalli e Ercoli (2018) a SOX não se aplica apenas às companhias americanas, mas se entende a todas as companhias estrangeiras que negociam seus títulos no mercado de capitais americano e que tem suas ações ou ADRs (american depositary receipts) registrados na Securities and Exchange Commission (SEC), agência federal dos Estados Unidos.

### 3 O DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No Brasil, as primeiras discussões sobre o tema começaram em 1995 com a criação do de um instituto privado voltado para o debate da temática. Denominado inicialmente como Instituto Brasileiro de Conselho de Administração (IBCA) e posteriormente, em 1999, como Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o IBCG nasceu com o objetivo de fortalecer atuação do conselho de administração, mas com o passar dos anos se viu a necessidade de ampliar sua atuação para questões de propriedade, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente.

A CVM e a B3 elaboraram o Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa para as Companhias Abertas, com o intuito de incentivar as empresas a implementar as boas práticas de governança em sua rotina corporativa, conforme orienta o IBCG. Abordaremos nesse tópico alguns dos principais marcos de governança corporativa no Brasil e a influência desses órgãos no incentivo de investidores a optarem por uma empresa com práticas mais sustentáveis e rentáveis a longo prazo<sup>4</sup>.

Seguem abaixo os Marcos de governança corporativa no Brasil, segundo a CVM<sup>5</sup>:

*1995 - Fundação do IBGC.*

*1997 - Reforma a Lei das SA, revogação do tag along de 100% para ações ON.*

*1999 - 1ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.*

*2001 - Criação dos segmentos de listagem diferenciados de governança corporativa na bolsa de valores de São Paulo, “Novo Mercado”.*

*2001 - 2ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.*

*2002 - Primeiro IPO do Novo Mercado.*

*2004 - 3ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.*

*2009 - Edição das Instruções Normativas 480 (Formulário de Referência) e 481 da CVM.*

*2009 - 4ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.*

*2009 - Lançamento do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas.*

*2011 - Revisão do segmento de listagem Novo Mercado.*

*2013 - Criação da Lei 12.846 “Lei Anticorrupção”, com dispositivos sobre programa de conformidade (compliance)*

*2015 - 5ª edição do Código das Melhores Práticas do IBGC.*

<sup>4</sup> TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial v. 1–Teoria geral e direito societário. 8ª ed. Editora Saraiva, 2017.

<sup>5</sup> Mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

*2016 - Lançamento do Código Amec de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais – Stewardship.*

*2016 - Criação da Lei 13.303 “Lei das Estatais”, com dispositivos de governança par empresas estatais.*

*2016 - Lançamento do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, elaborado pelo GT Interagentes.*

*2017 - Revisão do segmento de listagem Novo Mercado.*

*2017 - Incorporação do informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, na Instrução 480 da CVM.*

*2019 - Lançamento do Código de Autorregulação em Governança de Investimentos, pela ABRAAP.*

### 3.1 A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada, na gestão do presidente Fernando Henrique Cardoso, e juntamente com a LSA disciplinam o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação das companhias e seus membros. A CVM tem competência para disciplinar, normalizar e fiscalizar a atuação dos diversos agentes do mercado de capitais, inclusive de agentes indiretos que possam contrair ilicitamente benefícios pela manipulação do mercado.

Em 1998, algumas discussões importantes sobre direito do acionista passaram a assumir protagonismo por conta de operações como a aquisição do controle das Lojas Renner pelo grupo JC Penney, por meio de oferta hostil sem *tag along*. Este evento contou com uma atuação incisiva da CVM que acabou por multar o grupo JC Penney, o diretor do grupo na ocasião Joni Emilio Kurgan e e ainda o banco de investimentos Credit Suisse Firt Boston Garantia e seu diretor. Ao todo, as multas somaram mais de R\$ 850 mil.

Apesar do órgão ter nascido sob a prerrogativa de fiscalização dos agentes atuantes no mercado de capitais, sendo muitas dessas atuações ilegais violações diretas a preceitos da governança corporativa, em junho de 2002 se fez necessária a publicação de uma recomendação expressa às companhias sobre o tema, através da Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, que tinha como objetivo:

"busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa. [...] orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários."

Em 2010, a CVM reconheceu a desatualização da cartilha sobre o tema e optou por endossar os institutos privados que naquele momento tinham assumido o papel central na edição de códigos e orientações de melhores práticas de governança corporativa.

### 3.2 Bolsa, Brasil Balcão (B3)

A B3 é o nome dado a bolsa de valores brasileira, que está sediada na cidade de São Paulo. Após a fusão da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), aprovada pela CVM e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) em 22 de março de 2017, a B3 surgiu sob este novo formato. A BM&FBOVESPA havia surgido em 8 de maio de 2008, quando houve a fusão da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), cuja criação remonta a 1890, e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), fundada em 1917 pelo governo brasileiro.

Em dezembro de 2000, a então BM&FBOVESPA implementou diferentes tipos de segmentos de governança corporativa. De acordo com os critérios de complexidade das companhias desenvolvido pelo próprio órgão, os segmentos exigiam níveis mais rígidos que cobrados na LSA, de governança corporativa nas companhias. O Grupo CCR, antiga Companhia de Concessões Rodoviárias, foi o primeiro IPO aderente ao Novo Mercado, estreando as mais rígidas práticas de governança corporativa desde a sua fundação.

Em 2011, atualizou os regulamentos das práticas de governança corporativa para as empresas pertencentes aos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Os regulamentos foram aprovados pelo Conselho de Administração da BM&FBovespa e pela CVM. Para a bolsa:

A premissa adotada na criação dos segmentos especiais de listagem era a de que a adoção de boas práticas de governança corporativa é capaz de permitir a redução da percepção de risco por parte dos investidores. Assim, a redução da assimetria informacional e os direitos e garantias adicionais poderiam influenciar positivamente a valorização e a liquidez das ações.

Mantendo sua premissa e coerência, em 2012 a BM&FBOVESPA passou a recomendar que as companhias abertas publiquem seus Relatórios de Sustentabilidade ou expliquem por que não o fazem. A medida "Relate ou Explique" visava estimular as companhias listadas na bolsa a divulgar e reportar aos *stakeholders* informações relacionadas às dimensões social, ambiental e de governança corporativa. O modelo de relatório foi apresentado para a Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento Sustentável "Rio+20" e endossada por outras entidades com a CVM e a ABRASCA.

Além do relatório, a B3, em conjunto com outras instituições, criou um Índice de Sustentabilidade Empresarial, o ISE B3. Segundo o site do índice<sup>6</sup>, ele "é uma ferramenta para análise comparativa da performance das empresas listadas na B3 sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa". Podemos ver que, a busca por um mercado harmonioso e transparente é constante e exige um suporte de outras entidades do mercado e uma liderança que almeja os interesses de todos os envolvidos no jogo.

### 3.3 O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)

Fundado em 25 de novembro de 1995, o IBGC<sup>7</sup> veio em resposta a um mercado turbulento e investidores inseguros, tornando-se hoje uma das maiores referências em estudos sobre governança corporativa. Segundo o IBGC:

"a governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas"<sup>8</sup>.

Isto é, consiste em todo o sistema de harmonização da sociedade, inclusas as relações internas entre seus membros e para com seus investidores.

Da perspectiva do direito econômico, "a empresa moderna não pode pensar apenas em maximizar uma única variável, o lucro, mas sim procurar maximizar uma função complexa na qual entram diversas variáveis, das quais a mais importante, a longo prazo, continua sendo o lucro, mas não necessariamente o máximo"<sup>9</sup>. Com a introdução da perspectiva institucionalista na gestão das empresas, verificou-se que os investidores estavam dispostos a pagar mais por empresas que adotavam boas práticas de governança corporativa e que tais práticas não apenas favoreciam os interesses de seus proprietários, mas também a longevidade das empresas, conforme conclusão da pesquisa *Investitors Opinion Survey*, publicada pela consultoria *McKinsey & Company* em junho de 2000<sup>10</sup>.

As recomendações dos diversos códigos de governança costumam basear-se em

6 O que é o ISE B3. Disponível em: <http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise> Acesso em: 06 de novembro de 2020.

7 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. O IBCG. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>. Acesso em: 11/06/2019.

8 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

9 NUSDEO, Fabio. Curso de economia. Introdução ao Direito Econômico. 10ª ed., São Paulo: RT, 2016, p.215-217.

10 McKinsey & Company. *Investitors Opinion Survey*, 2000. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf>. Acesso em: 06/11/2020.

princípios. No Brasil, o código mais reconhecido é o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, que se norteia por quatro princípios: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Segundo o IBGC<sup>11</sup>, tais princípios regem o seguinte:

“Transparência: Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.

Equidade: Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

Prestação de Contas (accountability): Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.

Responsabilidade Corporativa: Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos.”

Por sua vez, as boas práticas de governança corporativa convertem tais princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade dar longevidade a companhia e otimizar a lucratividade a longo prazo, “facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum”<sup>12</sup>.

### 3.4 As consequências para o cenário nacional

Para Souza (2017), a promulgação da LSA permitiu que se expressasse o pensamento dominante da elite empresarial brasileira à época, refletido no estímulo ao maior aporte de recursos e protegendo o poder de controle da companhia. Essa posição pode ser observada já na Exposição de Motivos da LSA nº 196/1976, ao comentar a redação do antigo artigo 15 dessa Lei, que previa a possibilidade de aumento de 2/3 de proporção do capital para ações preferenciais sem direito a voto, sob a justificativa de “facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado”<sup>13</sup>.

11 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

12 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

13 SOUZA, Danilo Sergio de. Regulação do mercado de capitais e governança corporativa. O papel da Comissão de Valores Mobiliários-CVM na institucionalização do conceito de Governança Corporativa. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

Foi com a entrada de companhias brasileiras em bolsas de valores estrangeiras, como por exemplo os ADRs que a real cobrança à medidas de proteção corporativas chegaram ao mercado brasileiro. Pelos investidores estrangeiros que ingressavam nas companhias era exigida maior transparência e pela SEC que fossem cumpridos princípios básicos de governança corporativa, bem como as medidas implementadas diretamente pela SOX que já vigorava, conforme abordado no capítulo anterior.

Atualmente, o tema ganhou nova relevância no Brasil com a publicação do Informe de Governança Corporativa em 2016<sup>14</sup>, após os escândalos de corrupção no país – um destaque aos casos de insider trading que mais violam a harmonia do mercado mobiliário – gerando nos investidores uma tendência de investir, por exemplo, naquelas que possuam estruturas de governança mais sólidas e justificam eventuais *gaps* de forma completa e coerente<sup>15</sup>.

---

14 COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº480, de 7 de dezembro de 2009. Diário Oficial da União: Brasília, DF, v. 10, 2017.

15 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Pratique ou explique: análise qualitativa dos informes de governança corporativa (2018). São Paulo: IBGC, 2019.

## 4 A INSTRUÇÃO CVM Nº 586 E O INFORME DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Publicado em 8 de junho de 2017, o Anexo 29-A à Instrução CVM nº 586 apresentou ao mercado as perguntas e orientações de preenchimento do dito Informe sobre o Código de Governança Corporativa do IBCG. As perguntas quando lidas em um primeiro momento nos dão a impressão de uma conversa aberta com os gestores da companhia sobre seu funcionamento e o que implementam quanto ao tema da sustentabilidade e governança. Na perspectiva de parte das empresas, o Informe chegou como uma invasão às políticas internas e um modo de formalizar o compromisso de transparência e publicidade que já deveria ser normalmente aplicado pelas companhias abertas e que negociam suas ações no mercado de capitais. E foi daí que veio o medo e apreensão quanto às respostas dadas naquele Informe.

Apesar da CVM ter afirmado que o Informe buscava apenas gerar uma auto avaliação e reflexão pelas companhias sobre suas práticas de governança adotadas, além de informar aos investidores o nível de governança corporativa atendido, uma crítica principal ao Informe seria a possibilidade das informações apresentadas serem futuros alvos de fiscalizações e/ou possíveis esclarecimentos à CVM.

### 4.1 Pratique ou Explique

Baseado nos códigos de governança que são referência para todo o mundo, o Informe de Governança para as Companhias Abertas, como já bem mencionado, adotou o modelo de abordagem "pratique ou explique". Através dele, as companhias poderão informar ao mercado e avaliar dentre as 54 práticas recomendadas pelo CBCG, quais elas efetivamente praticam em seu dia a dia, e caso não pratiquem, explicitando o porquê dessa conduta.

Através do sistema de envio de informações da CVM - Empresa.NET - são disponibilizadas quatro possibilidades de respostas: prática adotada, adotada parcialmente, prática não adotada e não aplicável. Caso sejam escolhidas as opções não adotada ou adotada parcialmente, deverá o agente inserir uma justificativa para essa conduta.

### 4.2 Ano base (2018) e seus resultados

A despeito do formulário ter sido implementado como uma solicitação amigável pela CVM, segundo o estudo desenvolvido pela KPMG, no primeiro ano de entrega do informe, apenas 12 empresas, das 107 empresas habilitadas para divulgação destas informações, as fizeram voluntariamente, obedecendo o prazo estipulado pela CVM. As 95 demais tiveram



que ser notificadas pelo órgão a preencher e divulgar essas informações em seus formulários de referência<sup>16</sup>.

A escolha e adoção de um código de governança corporativa já era uma obrigação pela CVM a ser preenchida no formulário de referência das companhias até 2018, sendo em 2019 uma medida revogada dada a implementação do Informe. Não obstante a revogação, 46% das empresas listadas em 2018 permaneceram informando seus códigos adotados, sendo os mais utilizados pelas empresas o código do IBCG e da ABRASCA, conforme a pesquisa da KPMG.

Conforme o Gráfico 1 abaixo, das 54 práticas referidas no Anexo 29-A da Instrução CVM nº 586, 57% foram declaradas como adotadas integralmente pelas 107 empresas que entregaram o Informe. Essa informação ressalta, ainda mais, que o mercado ainda está longe do ideal de referência em saúde empresarial, porém para uma fase inicial de implementação, os números se mostram promissores.

Gráfico 1 — Porcentagem de práticas adotadas

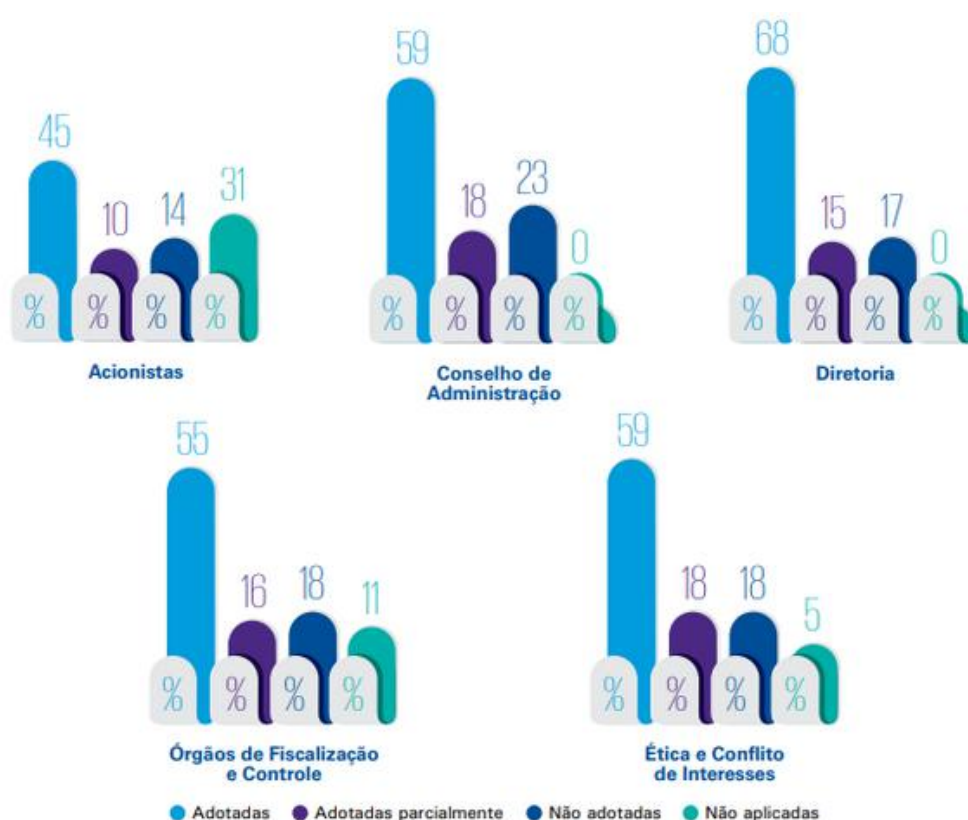


Fonte: KPMG; ACI Institute e Board Leadership Center. A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: 14ª Edição. 2019/2020. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/12/br-governan%C3%A7a-corporativa.pdf>. Acesso em: 31 out. 2020.

<sup>16</sup> KPMG; ACI Institute e Board Leadership Center. A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: 14ª Edição. 2019/2020. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/12/br-governan%C3%A7a-corporativa.pdf>. Acesso em: 31 out. 2020.

Quando são analisadas as práticas adotadas por capítulo do CBGC, se destacam as aplicações de práticas de governança na Diretoria (68%) e Conselho de Administração (59%) das companhias, conforme exibido no Gráfico 2 abaixo. Coincidentemente, os maiores interessados e diretamente beneficiados pelas medidas de governança nessas categorias são os acionistas da companhia, o que destaca a ótica do *shareholder* que ainda prevalece na cultura empresarial brasileira. Não é surpresa ao observarmos que o capítulo com o menor número de práticas adotadas é o do Acionistas, com apenas 45% de aplicação.

Gráfico 2 — Porcentagem de práticas adotadas, por capítulo do CBGC



Fonte: KPMG; ACI Institute e Board Leadership Center. A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: 14ª Edição. 2019/2020. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/12/br-governan%C3%A7a-corporativa.pdf>. Acesso em: 31 out. 2020.

Para ampliar a discussão, a pesquisa da KPMG destacou as dez práticas mais adotadas e as dez práticas menos adotadas do CBGC.

Tabela 1 — As 10 práticas mais adotadas

Práticas mais adotadas			Nº de empresas que adotam a prática (Base: 107 empresas)	% de empresas que adotam a prática
<b>2.9.3</b>	Conselho de Administração	Redação clara das atas do Conselho de Administração (decisões tomadas, pessoas presentes, votos divergentes e abstenções de voto).	<b>105</b>	<b>98%</b>
<b>2.3.1</b>	Conselho de Administração	Cargos de CEO e Chairman não são ocupados por uma mesma pessoa.	<b>103</b>	<b>96%</b>
<b>1.3.2</b>	Acionistas	Atas que permitem o pleno entendimento da assembleia e trazem a identificação dos votos proferidos pelos acionistas.	<b>101</b>	<b>94%</b>
<b>5.2.1</b>	Ética e Conflito de Interesses	Regras de Governança Corporativa zelam pela separação e definição de funções, assim como definem as alçadas de decisão.	<b>100</b>	<b>93%</b>
<b>3.2.1</b>	Diretoria	Inexistência de indicação direta de acionistas para cargos de diretoria ou posições gerenciais.	<b>96</b>	<b>90%</b>
<b>3.4.3</b>	Diretoria	Estrutura de incentivos alinhada aos limites de risco definidos pelo Conselho de Administração e vedação de uma mesma pessoa para controlar o processo decisório e a sua fiscalização.	<b>94</b>	<b>88%</b>
<b>5.1.3</b>	Ética e Conflito de Interesses	Canal de denúncias independente, autônomo e imparcial.	<b>92</b>	<b>86%</b>
<b>2.7.1</b>	Conselho de Administração	Remuneração do Conselho de Administração (proporcional às atribuições, responsabilidades e demanda de tempo).	<b>90</b>	<b>84%</b>
<b>5.4.1</b>	Ética e Conflito de Interesses	Política de negociação de valores mobiliários aprovada pelo Conselho de Administração.	<b>89</b>	<b>83%</b>
<b>4.5.2</b>	Órgãos de Fiscalização e Controle	O Conselho de Administração zela para que a Diretoria conte com mecanismos e controles internos para conhecer, avaliar e controlar os riscos.	<b>85</b>	<b>79%</b>

Fonte: KPMG; ACI Institute e Board Leadership Center. A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: 14ª Edição. 2019/2020. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/12/br-governan%C3%A7a-corporativa.pdf>. Acesso em: 31 out. 2020.

Tabela 2 — As 10 práticas menos adotadas

Práticas menos adotadas			Nº de empresas que não adotam a prática (Base: 107 empresas)	% de empresas que não adotam a prática
2.2.2	Conselho de Administração	Política de indicação, aprovada pelo Conselho de Administração.	60	56%
5.5.2	Ética e Conflito de Interesses	Previsão em política que o Conselho de Administração é o órgão responsável pela aprovação de desembolsos relacionados às atividades políticas.	48	45%
2.5.1	Conselho de Administração	Plano de sucessão para o CEO, coordenado pelo Chairman.	48	45%
2.4.1	Conselho de Administração	Processo de avaliação do Conselho de Administração, seus comitês, membros, presidente e secretaria de governança, quando houver.	48	45%
3.1.2	Diretoria	Regimento interno da Diretoria (estrutura, funcionamento, papéis e responsabilidades).	44	41%
4.1.1	Órgãos de Fiscalização e Controle	Comitê de auditoria estatutário (assessora o Conselho de Administração, coordenação e maioria de membros independentes, especialista financeiro e orçamento próprio).	42	39%
2.9.2	Conselho de Administração	Sessões exclusivas para conselheiros externos, sem a presença dos executivos e demais convidados.	38	36%
1.1.1	Acionistas	Capital social composto apenas por ações ordinárias.	37	35%
5.3.2	Ética e Conflito de Interesses	Política de Transação com Partes Relacionadas aprovada pelo Conselho de Administração.	36	34%
1.7.1	Acionistas	Política de Destinação de Resultados aprovada pelo Conselho de Administração.	36	34%

Fonte: KPMG; ACI Institute e Board Leadership Center. A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: 14ª Edição. 2019/2020. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/12/br-governan%C3%A7a-corporativa.pdf>. Acesso em: 31 out. 2020.

## **5 CRÍTICAS E SUGESTÕES PARA O APRIMORAMENTO DA ABORDAGEM DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Na prática e no dia a dia das companhias, o que tem acontecido é o repasse dos Informes de Governança para preenchimento por advogados terceirizados que não possuem qualquer contato com a dinâmica da empresa e a consequência são formulários com resposta evasivas e sem qualquer compromisso real de implementação das medidas de governança corporativa no futuro.

Segundo o estudo do IBCG<sup>17</sup> que analisa o ano base do Informe, os investidores tiveram impressões bem convergentes em suas avaliações sobre os formulários, a primeira questão diz respeito ao acesso aos documentos que, além da base permanente de documentos na CVM, não constavam nos sites e sítios de informação direta ao investidor, como é comumente feito pelas companhias abertas.

Além do acesso, a preocupação principal das companhias estava quanto a forma de preenchimento de seus formulários, onde se escreve muito mas não se chega a lugar algum. A falta de assertividade e honestidade das companhias em admitir que o porque não praticam aquelas medidas pode acabar por desgastar sua relação com os investidores, se tornando até mesmo um critério que pretere companhias melhor alocadas no mercado.

Ademais, a postura defensiva, se escondendo atrás dos estatutos e da lei como justificativa para ausência das práticas, e o excesso de referências a outros documentos sem qualquer resposta inicial que dê coerência a explicação, também foi um tema abordado por esses investidores.

O que é claro para o mercado é que o Informe foi uma medida necessária e que as companhias estão vivendo um momento de aprendizado. É necessário porém que esse aprendizado se concretize em 2 ou 3 anos em medidas efetivas de implementação dessas práticas, pois com a facilidade que os investidores brasileiros têm em acessar empresas estrangeiras, as companhias nacionais poderão sofrer com a evasão de recursos dada incoerências e desconfiança gerada no mercado.

### **5.1 Sugestões ao Informe de Governança Corporativa**

Se as companhias tem seu porte de culpa no preenchimento evasivo e incoerente, podemos abordar aqui que o primeiro ano do Informe serviu para a CVM outras entidades

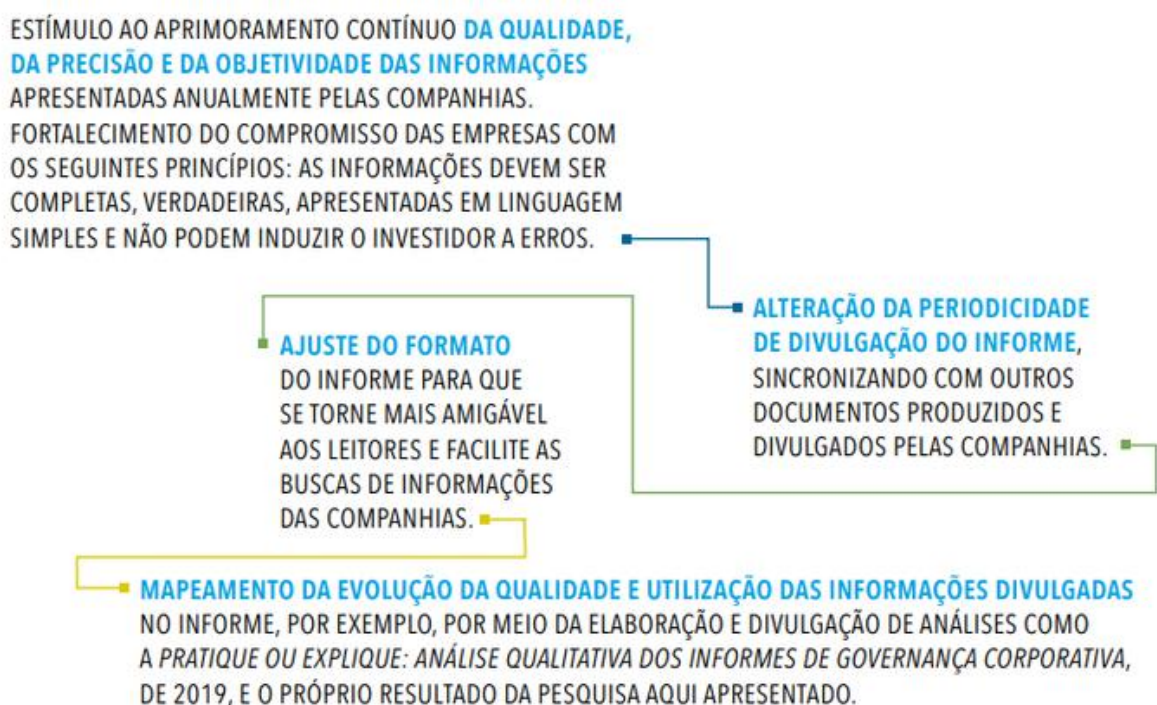
---

<sup>17</sup> Pratique ou explique: análise qualitativa dos informes de governança corporativa (2018) / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2019. (Série: IBGC Pesquisa).



atualizarem a forma de introdução de medidas educativas ao mercado. Para os investidores questionados no estudo produzido pelo GT da Ernest Young (EY), algumas modificações poderiam ser implementadas para que possamos extrair o melhor destes Informes, conforme explicitado no Esquema 1 abaixo:

Esquema 1 — Medidas que poderão ser adotadas com base em reflexões sobre os resultados da pesquisa: USO DO INFORME SOBRE O CÓDIGO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – COMPANHIAS ABERTAS (2020) produzida pelo Grupo de Trabalho da EY.



Fonte: Grupo de Trabalho da EY.

A principal sugestão remete a redação das respostas dos Informes, através de estímulos ao aprimoramento contínuo da qualidade, da precisão e da objetividade das informações fornecidas. Esse estímulo poderia ser feito por meio de indagações públicas dos próprios investidores que seriam intermediadas pela CVM, como o sistema do "Reclame Aqui", onde as dúvidas pudessem ser respondidas diretamente pelas companhias e acompanhadas virtualmente por todos os investidores. Caberia, porém, a CVM o recebimento das dúvidas e moderação do que seria postado neste canal. A abertura de um canal de comunicação pública e direta entre a companhia e seus interessados segue os princípios basilares da governança corporativa de transparência, equidade prestação de contas (*accountability*).

A segunda sugestão a respeito da alteração da periodicidade de divulgação do Informe,

está de certa forma ligada a primeira sugestão, pois com o funcionamento do canal aberto aos interessados, as dúvidas sanadas e sugestões recebidas pela companhia deveriam ser introduzidos nas respostas do Informe, sendo estimulada a constante atualização deste documento. Atualmente, já é permitida a reapresentação dos Informes, através do sistema de envio de documentos para a CVM, o Empresa.NET, a sugestão inclui assim o estímulo do órgão de que as companhias o façam.

A questão referente ao ajuste do formato do Informe por sua vez, exigirá do órgão uma mudança maior em seu sítio de informações, uma tarefa um pouco mais complicada e de difícil implementação para algumas autarquias. O que poderá ser promovido para a resolução deste obstáculo, é um tutorial de acesso ao sistema direcionado aos investidores na tela principal do sítio eletrônico, bem com um filtro de acesso direto aos últimos Informes publicados pelas companhias.

Por fim, o mapeamento da evolução da qualidade e utilização das informações divulgadas poderia ser feito juntamente ao link direto no sítio eletrônico da CVM, compactando em um único lugar as informações relativa à saúde do mercado.

## 5.2 Perspectivas para o Mercado Financeiro Brasileiro

A despeito das críticas ao sistema implementado, os aspectos positivos superam e acarreta em expectativas positivas ao futuro do mercado de capitais. As medidas são muitas vezes complexas e podem modificar completamente a cultura empresarial, mas como foi abordado neste estudo as mudanças só têm se mostrado benéficas a longo prazo e nos resta seguir este caminho. Para muitos especialistas em direito empresarial e especificamente governança corporativa, o caminho a ser trilhado é longo e o Informe é um grande passo para que este caminho se torne mais fácil.

De acordo com Luiz Martha, gerente de Pesquisa e Conteúdo do IBGC, há respostas defensivas, evasivas e até contraditórias à essência do 'pratique ou explique': "Mas [há] também bons exemplos a serem seguidos. Sabemos que há uma curva de aprendizagem a ser percorrida. O sucesso do modelo depende do comprometimento das companhias e dos investidores, que como usuários dessas informações podem fomentar melhorias."

Guilherme Sampaio, diretor de transações corporativas da EY, acredita que a aderência ao Código Brasileiro de Governança deveria ser vista como uma oportunidade. "As empresas não deveriam enxergar o preenchimento do Informe como um exercício de compliance

regulatório, mas sim como uma ferramenta que irá aprimorar a comunicação entre empresas, investidores e mercado", afirma<sup>18</sup>.

Segundo André Camargo, sócio do escritório TozziniFreire Advogados, o preenchimento do Informe deve estimular a reflexão nas organizações, em todos os níveis decisórios, "Trata-se de um tema estratégico, inclusive para a retomada da confiança no nosso mercado de capitais"<sup>19</sup>.

Denise Giffoni, gerente sênior de consultoria da EY, reforça a importância de estruturar um processo para revisão de práticas de Governança Corporativa como um exercício constante de avaliação com o Conselho, Comitês e alta gestão. "Já observamos um avanço das companhias que preencheram o informe pelo segundo ano, com maior aderência às práticas mais processuais e formalização. Há espaço para discussão do aprimoramento de estruturas e suporte à tomada de decisão", ressalta Giffoni<sup>20</sup>.

Entre as companhias mais líquidas da bolsa, que estrearam a entrega do informe de governança em 2018, a taxa de aderência subiu de 64,6% para 67,6%. "É sinal de evolução e de que o modelo 'pratique ou explique', em alguns casos, está cumprindo seu papel: promover a reflexão contínua sobre as práticas de governança adotadas", avalia Danilo Gregório, gerente de Advocacy do IBGC, realizador da pesquisa ao lado da EY e TozziniFreire Advogados<sup>21</sup>.

18 Disponível em: <https://migalhas.uol.com.br/quentes/304157/pesquisa-mostra-que-aderencia-ao-codigo-brasileiro-de-governanca-nao-garante-qualidade-das-explicacoes>

19 Disponível em: <https://migalhas.uol.com.br/quentes/304157/pesquisa-mostra-que-aderencia-ao-codigo-brasileiro-de-governanca-nao-garante-qualidade-das-explicacoes>

20 Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/blog/pesquisa-pratique-ou-explique>

21 Disponível em: [https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2019/09/03/internas\\_economia,780584/companhias-de-capital-aberto-adotam-51-1-das-praticas-de-governanca.shtml](https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2019/09/03/internas_economia,780584/companhias-de-capital-aberto-adotam-51-1-das-praticas-de-governanca.shtml)



## 6 CONCLUSÃO

O Informe de Governança Corporativa, publicado pela ICVM 589, tem sido usado como base para averiguar a saúde organizacional da companhia e os riscos que seus investidores estão dispostos a arcar antes de pular do barco. Dito isso, destaca-se necessária atenção no preenchimento deste formulário, pois as informações apresentadas poderão ser futuros alvos de fiscalizações e/ou possíveis esclarecimentos à CVM.

A ótica dos *shareholder* se mostrou mais ampla e capaz de compreender todos os interesses do mercado, pois "nos propõe uma governança que busque atender ao interesse de todas as partes interessadas com o maior equilíbrio possível", segundo Marzzali e Ercoli (2018). A geração de lucro não é mais a única perspectiva, ela passa a ser atrelada a geração de valor agregado através do exercício ético de gestão.

Em resposta ao questionamento inicial sobre a possibilidade das informações apresentadas no Informe serem futuros alvos de fiscalizações e/ou possíveis esclarecimentos à CVM, não parece ser uma atitude que foge a realidade atual da atuação da autarquia. Tendo o dever de fiscalizar as companhias e manter a saúde do mercado, a implementação mandatória de medidas de governança nada mais é do que a criação de condições para que esse mercado se mantenha viável e saudável por mais tempo.

Conforme dito no início do tópico 5.1, a parcela de culpa das companhias já é amplamente reconhecida, porém não temos visto uma evolução por parte de cada uma para mudança deste cenário. As sugestões aqui incluídas envolvem diretamente a CVM por ser o principal órgão e porta da frente destas informações recebidas, porém nada impede que outras entidades tomem o partido de desenvolver essas medidas.

O que é claro para o mercado é que o Informe foi uma medida necessária e que as companhias estão vivendo um momento de aprendizado. É necessário porém que esse aprendizado se concretize em 2 ou 3 anos em medidas efetivas de implementação dessas práticas, pois com a facilidade que os investidores brasileiros têm em acessar empresas estrangeiras, as companhias nacionais poderão sofrer com a evasão de recursos dada incoerências e desconfiança gerada no mercado.

Por fim, caberá às instituições e aos próprios investidores a investigação e fiscalização contínua das medidas já aplicadas até o momento e adaptá-las ao movimento do mercado. É de se esperar que algumas companhias respondam mais rápido do que outras, então deve ser uma propósito desses órgãos não deixar ninguém para trás, sempre respeitando a função e interesse social de cada companhia.

## REFERÊNCIAS

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ministério da Economia. **Instrução Normativa CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Diário Oficial da União: Rio de Janeiro, 9 dez. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 8 nov. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ministério da Economia. **Instrução nº 586, de 08 de junho de 2017**. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Diário Oficial da União: Edição: 110, Seção: 1, Página: 23, Rio de Janeiro, 9 jun. 2017. Disponível em: [https://www.in.gov.br/materia/-/asset\\_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/19107909/do1-2017-06-09-instrucao-n-586-de-8-de-junho-de-2017-19107814](https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/19107909/do1-2017-06-09-instrucao-n-586-de-8-de-junho-de-2017-19107814). Acesso em: 8 nov. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf). Acesso em: 8 nov. 2020.

DONELLA, Geovana. **Governança Corporativa: Como Surgiram e quais são os Princípios Básicos de Governança Corporativa**. **Capital Aberto**. 2019. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/governanca-corporativa-2/>. Acesso em: 8 nov. 2020.

FOLHA DE S. PAULO. São Paulo, Maio, 2020. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/imprensa-ij/processos-trabalhistas-por-nao-pagamento-de-rescisao-na-crise-do-coronavirus-ja-somam-r-1-bi#:~:text=O%20professor%20de%20direito%20do,Consolida%C3%A7%C3%A3o%20das%20Leis%20do%20Trabalho>. Acesso em: 1 nov. 2020.

FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa**. Enciclopédia jurídica da PUC-SP. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.).

Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/222/edicao-1/funcao-social-da-empresa>. Acesso em: 27 out. 2020.

FRENTROP, P. **A history of corporate governance: 1602-2002**. Amsterdam: Deminor, 2002.

GARCIA, Félix Arthur. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro, 2005. Monografia (Economia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro. Disponível em: <https://docplayer.com.br/8016616-Governanca-corporativa.html>. Acesso em: 8 nov. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5ª Edição. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>. Acesso em: 8 nov. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Pratique ou explique: análise qualitativa dos informes de governança corporativa (2018)**. São Paulo: IBGC, 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **O que é governança corporativa**. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 11/06/2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **O IBCG**. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>. Acesso em: 11/06/2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Uma década de governança corporativa: história do IBGC, marcos e lições da experiência**. São Paulo: Saint Paul: Saraiva, 2006.

JENSEN, Michael C.. **A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms**. Harvard University Press, v. 1, f. 156, 2002. 311 p.

KPMG: ACI Institute e Board Leadership Center. **A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: 14ª Edição**. 2019/2020. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/12/br-governan%C3%A7a-corporativa.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2020.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

MATTEDI, Leonardo Giubeti. **Como a governança corporativa pode ajudar o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro**. Rio de Janeiro, 2006. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia e Finanças) - Faculdade de Economia e Finanças, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.

MAZZALI, Rubens; ERCOLIN, Carlos Alberto. **Governança Corporativa**. 1. ed. Rio de Janeiro: FGV, 2018.

MCKINSEY & COMPANY. **Investor Opinion Survey**. 2000. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2020.

MORCK, Randall K. (Org.) **A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers**. Chicago: University of Chicago Press; Londres: National Bureau of Economic Research, 2005.

NUSDEO, Fabio. **Curso de economia. Introdução ao Direito Econômico**. 10ª ed., São Paulo: RT, 2016, p.215-217.

ROSSONI, Luciano. **Governança Corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa**. Curitiba, 2009 (Administração) - Universidade Federal do Paraná. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/24164>. Acesso em: 8 nov. 2020.

SILVA, A. L. C. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma.** São Paulo: Saraiva, 2017.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial v. 1—Teoria geral e direito societário.** 8ª ed. Editora Saraiva, 2017.